

## التنظيم القانوني لعرض الشراء الإجباري (دراسة مقارنة)

م.م. نهى خالد عيسى المعموري

أ.د. إبراهيم إسماعيل إبراهيم الربيعي

جامعة بابل/ كلية القانون

### Legal regulation of the offer of compulsory purchase (A comparative study)

Prof. Ibrahim Ismail Ibrahim Al – Rubaie M. Noha Khaled Issa Al Mamouri  
University of Babylon\ College of Law

#### Abstract

A compulsory purchase offer is a offer made by a natural or legal person after he has acquired the majority of the shares of a certain company. A purchase offer is required for the company to acquire the remaining shares. The purpose of this obligation is to protect the remaining minority shareholders in the company to facilitate the sale of their shares and exit from the company instead of remaining in them and to comply with the decisions of the majority, as well as to allow those who acquired the majority of the shares of the company to complete control and acquisition of the remaining shares. The law shall specify the percentage of shares required to make the compulsory offer and the price of such offer and the period during which it must be submitted. Therefore, whoever contravenes these provisions is subject to a legal sanction, and in any case the compulsory offer is under the supervision and supervision of the General Authority in the stock market .

#### المخلص

إن عرض الشراء الإجباري هو العرض الذي يقدمه الشخص طبيعي كان أم معنوي بعد أن استحوز على أغلبية أسهم شركة معينة، حيث يلزم بتقديم عرض شراء لهذه الشركة لغرض الاستحواذ على الأسهم المتبقية فيها. وإن الغاية من هذا الإلزام والإجبار هو لحماية المساهمين الأقلية المتبقين في الشركة لتسهيل بيع أسهمهم والخروج من الشركة بدلاً من بقائهم فيها والرضوخ لقرارات الأغلبية، فضلاً عن السماح لمن استحوز على أغلبية أسهم الشركة من إكمال سيطرته عليها والاستحواذ على الأسهم المتبقية. ويحدد بنص القانون نسبة الأسهم الموجبة لتقديم العرض الإجباري وسعر هذا العرض والمدة التي يجب أن يقدم خلالها، لذا فإن من يخالف هذه الأحكام يتعرض لجزاء قانوني، وفي كل الأحوال إن العرض الإجباري يتم تحت رقابة وإشراف الهيئة العامة في سوق الأوراق المالية.

#### المقدمة:

إن شراء أسهم الشركات عادةً يتم بالتفاوض المباشر ما بين المساهم الذي يرغب في بيع أسهمه وبين الراغب في شراء هذه الأسهم، أما إذا كانت أسهم الشركة مدرجة في سوق الأوراق المالية، ففي هذه الحالة يكون الشراء عن طريق الوسيط المرخص له بذلك، لأن أسواق الأوراق المالية لا تجيز للشخص التعامل المباشر بالأسهم، بل لا بد من الاستعانة بالوسيط المرخص له من قبل السوق لغرض إبرام الصفقة.

ومع ذلك فقد أظهر الواقع العملي وسيلة جديدة لشراء أسهم الشركات تتمثل في قيام الراغب في الشراء بتقديم إعلان إلى مساهمي الشركة المستهدفة، يخطرهم برغبته في شراء الأسهم التي يمتلكونها، كلاً أو جزءاً مع تحديد كمية الأسهم التي يرغب في شرائها وسعر الشراء، وهذا السعر غالباً يكون أعلى من سعر السوق لغرض تشجيع المساهمين على بيع أسهمهم لصاحب العرض، وهذه الوسيلة يطلق عليها عروض شراء الأسهم، والتي هي عبارة عن إيجاب عام يوجهه صاحب العرض إلى مساهمي الشركة المستهدفة لغرض شراء الأسهم التي يمتلكونها. ويبقى هذا العرض مفتوحاً لمدة زمنية معينة، وهي المدة التي يعلن خلالها المساهمون

في الشركة المستهدفة رأيهم بالعرض من حيث قبوله أو رفضه، ويتم عرض شراء الأسهم تحت إشراف ورقابة الهيئة العامة في سوق الأوراق المالية.

وإن تقديم عرض الشراء عادةً يكون بصورة اختيارية، أي بمحض واختيار صاحب العرض، إلا إن هناك حالات معينة يكون فيها صاحب العرض ملزم على تقديم عرض الشراء للاستحواذ على جميع أسهم الشركة المستهدفة التي تشكل جزء من رأس المال، متى ما تحققت شروط معينة، وهذا ما يطلق عليه بعرض الشراء الإجمالي (Mandatory Purchase Offers)، أي إن صاحب العرض لا خيار له في تقديم العرض من عدمه، بل يلتزم قانوناً بتقديمه. والإلزام أو الإجمار هنا يقع على عاتق صاحب العرض، أما حملة الأسهم من تلقوا العرض، فلا إلزام عليهم، فهم مخيرون إن شاءوا قبلوا العرض وباعوا أسهمهم المستهدفة بالعرض، وإن شاءوا رفضوا العرض واحتفظوا بملكية أسهمهم كما هي وإن رغبوا باعوا جزءاً من أسهمهم واستبقوا جزءاً آخر. علماً إن المشرع العراقي لم يتناول موضوع عرض شراء الأسهم بالتنظيم إلا في مشروع قانون الأوراق المالية لعام 2008 فقد أشار إلى هذا الموضوع إشارة بسيطة في مادة واحدة وهي المادة (35) من المشروع، إلا إنها لم تغطي أحكام الموضوع بجميع جوانبه، لذا سنتناول موضوع عرض الشراء الإجمالي بالمقارنة ما بين قانون سوق رأس المال المصري ولائحته التنفيذية ولائحة هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) وقانون الاستحواذ الانكليزي، مع الإشارة إلى المشروع العراقي في كل موضع تناولته المادة 35 من المشروع بالتنظيم.

لذا سنسلط الضوء في هذا البحث على عرض الشراء الإجمالي باعتباره نوع من أنواع عروض شراء الأسهم، وسنقسمه على مبحثين نخصص الأول لمفهوم عرض الشراء الإجمالي، من خلال تقسيمه على مطلبين نتناول في الأول تعريف عرض الشراء الإجمالي، أما المطلب الثاني فسيكون لشروط صحة تقديم عرض الشراء الإجمالي. أما المبحث الثاني فسنعده لأحكام عرض الشراء الإجمالي، وسنقسمه على ثلاثة مطالب، نخصص الأول للحالات الموجبة لتقديم عرض الشراء الإجمالي، أما الثاني لحالات الإعفاء من تقديم عرض الشراء الإجمالي، والمطلب الثالث للجزاء المترتب على مخالفة أحكام عرض الشراء الإجمالي. **المبحث الأول**

### مفهوم عرض الشراء الإجمالي

لغرض إعطاء صورة واضحة عن عرض الشراء الإجمالي لا يد لنا من بيان المقصود به ومن ثم تحديد الشروط اللازم توفرها لصحة هذا النوع من العروض، لذا سنقسم هذا المبحث على مطلبين، نتناول في الأول تعريف عرض الشراء الإجمالي، وفي المطلب الثاني شروط صحة تقديم عرض الشراء الإجمالي.

### المطلب الأول

### تعريف عرض الشراء الإجمالي

يقصد بعروض الشراء الإجمارية (هي العروض التي يلتزم صاحب العرض بتقديمها متى ما استحوذ على نسبة معينة من أسهم الشركة المستهدفة)<sup>(1)</sup>.

وعرف أيضاً بأنه (الإلزام من يستحوذ على نسبة معينة من أسهم شركة ما، بأن يعرض على باقي المساهمين شراء أسهمهم في الشركة وتمكينهم من البيع إن شاءوا أو الاستمرار في الشركة كأقلية إن رغبوا)<sup>(2)</sup>.

وإن هذا النوع من العروض يقوم على فكرة مفادها، أن أي شخص طبيعي أو معنوي تجاوزت مساهمته في شركة ما حداً معيناً من الأسهم التي تشكل جزء من رأس المال أو تتمتع بحق التصويت، يجب عليه تقديم عرض إجباري لشراء جميع الأسهم المتبقية في الشركة<sup>(3)</sup>.

وبالرغم من إن فكرة العرض الإجمالي تتعارض مع مبدأ حرية التعاقد (مبدأ سلطان الإرادة) والذي بمقتضاه لا يمكن إجبار شخص على إبرام عقد دون رضاه، إلا إن هذه الفكرة شرعت من أجل تحقيق أهداف وغايات معينة وهي: **أولاً: تحقيق مصلحة أقلية المساهمين في الشركة المستهدفة بالعرض**<sup>(4)</sup>، من خلال إعطائهم الفرصة للخروج من الشركة إن رغبوا في ذلك، عن طريق بيع أسهمهم لصاحب العرض؛ لأن انتقال أغلبية أسهم الشركة لصاحب العرض يجعل القرارات التي تصدر من الهيئة العامة ومجلس الإدارة

أغلبها تنصب لتحقيق مصالح الأغلبية، وإن بقاء الأقلية في الشركة سوف يجبرهم على الرضوخ لهذه القرارات. لذا فإن نظام عرض الشراء الإجباري يسمح لهم بالخروج من الشركة وبشروط مناسبة، وهذا بدوره يحقق المساواة بين أقلية وأغلبية المساهمين في الشركة المستهدفة<sup>(5)</sup>. **ثانياً: تمكين صاحب العرض من إكمال سيطرته على الشركة المستهدفة<sup>(6)</sup>**، عن طريق شراء الأسهم المتبقية في الشركة والتي يملكها أقلية المساهمين، لكي يستطيع تحقيق نواياه وخطته المستقبلية تجاه الشركة والتي لا يمكن تحقيقها إلا بالسيطرة الكاملة عليها. **ثالثاً: الحد من ظاهرة تجميع أسهم الشركات لغرض السيطرة عليها**، فقد يسعى بعض الأشخاص إلى تجميع أسهم الشركة عن طريق شرائها من سوق الأوراق المالية على دفعات متعددة ولفترات زمنية متعاقبة، وصولاً إلى الحد الذي يسمح لهم بالسيطرة على الشركة، من دون تقديم عرض شراء<sup>(7)</sup>. فهذه الحالة تؤدي إلى الإخلال بمبدأ المساواة فيما بين المساهمين في الشركة المستهدفة؛ لأن شراء الأسهم لا يكون بسعر واحد وإنما بأسعار مختلفة تبعاً لأسعار السوق، على عكس عروض الشراء الإجبارية التي تتم بسعر واحد<sup>(8)</sup>. فضلاً عن ذلك فإن شراء الأسهم بهذه الطريقة يساعد على التهرب من تطبيق أحكام وقواعد عروض الشراء<sup>(9)</sup>.

### المطلب الثاني

#### شروط صحة تقديم عرض الشراء الإجباري

حتى يكون عرض الشراء الإجباري صحيحاً لا بد من توافر شروط معينة، وهذه الشروط تتعلق بعدد الأسهم التي يجب شرائها بموجب هذا العرض، وبعضها يتعلق بسعر الشراء، والبعض الآخر بالشروط التي يعلق عليها العرض، ومنها بالمدة التي يجب أن يقدم العرض خلالها. لذا سنتناول هذه الشروط تباعاً وكالاتي:

**أولاً: يجب أن يهدف العرض الإجباري إلى شراء جميع الأسهم المتبقية في الشركة المستهدفة والتي مازالت بيد أقلية المساهمين<sup>(10)</sup>**، فلا يجوز لصاحب العرض أن يحدد عدد معين من الأسهم التي يلتزم بشرائها بموجب هذا العرض، بل عليه أن يشتري كل الأسهم المعروضة للبيع من قبل المساهمين المالكين لها، وأن يواصل تنفيذ العرض أيّاً كان عدد الأسهم التي تمت الموافقة على بيعها من جانب حائزيها. وهذا ما أشارت إليه المادة (35/ب) من مشروع قانون الأوراق المالية العراقي والتي ألزمت صاحب العرض بتقديم عرض لشراء جميع الأسهم المتبقية في الشركة المستهدفة والتي تعد جزء من رأس المال وتتمتع بحق التصويت وهذا ما نصت عليه المادة (35/ب) على أن (... أن يعرض شراء كافة أوراق المصدر المتبقية والتي لها حق التصويت...). وكذلك المادة (12/أ) من لائحة الاندماج والاستحواذ السعودية والتي نصت على أنه (... إصدار أمر بأن يقدم ذلك الشخص عرضاً لشراء الأسهم التي لا يملكها من الفئة نفسها...). أما المشرع المصري والفرنسي فقد اشترطا تقديم العرض الإجباري على جميع الأسهم المتبقية في الشركة المستهدفة والتي تشكل جزء من رأس المال سواء أكانت تتمتع بحق التصويت من عدمه، وكذلك الأسهم التي لا تعد جزء من رأس المال ولكن تخول حق التصويت، وهذا يتفق تماماً مع نص عليه قانون الاستحواذ الانكليزي. حيث نجد أن المادة (353) (... تقديم مشروع عرض لشراء جميع الأوراق المالية التي تشكل جزء من رأس المال أو حقوق التصويت والسندات التي تخول حائزها في تملك جزء منه...)، وكذلك نجد إن مفهوم المخالفة للفقرة (5) من المادة (335) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري قد نصت على إنه يجب أن يتضمن مشروع مذكرة المعلومات الذي يقدمه صاحب العرض على البيانات التالية: (5- عدد الأوراق المالية التي يلتزم مقدم العرض بشرائها كحد أقصى في غير حالات عرض الشراء الإجباري). وهذا يعني إنه إذا كان عرض الشراء إجباري يجب على صاحب العرض أن يشتري كل الأوراق المقدمة له للبيع، ولا يجوز له أن يحدد حد أقصى لعدد الأوراق المالية التي يريد الاستحواذ عليها.

أما المادة (2/234) من لائحة هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) فقد نصت على أن (... تقديم عرض لشراء كافة الأوراق المالية التي تشكل جزء من رأس المال أو تتمتع بحق التصويت...)، وكذلك الحال القاعدة (1/9) من قانون لاستحواذ الانكليزي نصت على أن (... يقوم هذا الشخص بتقديم عروض على الأساس المحدد بالقواعد 3/9 و 4/9 و 5/9 إلى حاملي أي فئة من أسهم رأس

المال سواء أكانت تتمتع بحق التصويت أم لا، وأيضاً إلى حاملي أي فئة من الأوراق المالية القابلة للتداول والتي تحمل حقوق التصويت...).

إن هذا الشرط يتفق للغاية من فرض عرض الشراء الإجباري، ألا وهي تحقيق المساواة بين المساهمين في الشركة المستهدفة (الأقلية والأغلبية)، وتمكين صاحب العرض من إتمام سيطرته على الشركة بشراء ما تبقى من أسهمها.

ثانياً: يجب أن يكون سعر عرض الشراء الإجباري لا يقل عن أعلى سعر دفعه صاحب العرض لشراء أسهم الشركة المستهدفة خلال السنة السابقة على تقديم العرض<sup>(11)</sup>. وهذا ما نصت عليه المادة (1/354) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري التي أوجبت أن لا يقل سعر عرض الشراء الإجباري عن السعر الذي اشترى به صاحب العرض أسهم الشركة المستهدفة ذاتها في عرض شراء سابق خلال مدة 12 شهر السابقة على تقديم العرض المعني وفقاً للنص الآتي (لا يجوز أن يقل سعر عرض الشراء الإجباري عن أعلى سعر دفعه مقدم العرض أو أحد الأشخاص المرتبطة في عرض شراء سابق خلال الاثني عشر شهراً السابقة على تقديم عرض الشراء المعني...).

وهذا ما أكدته المادة (12/ د-1) من لائحة الاندماج والاستحواذ السعودية على أنه (يجب أن يكون العرض المقدم بموجب هذه المادة، بشأن كل فئة من أسهم رأس المال ذات العلاقة، ... لا يقل عن أعلى سعر دفعه العارض (أو أي شخص يتصرف بالاتفاق معه) مقابل أسهم من الفئة نفسها خلال الاثني عشر شهراً السابقة لبداية العرض، وخلال فترة العرض نفسها. ويجب استشارة الهيئة في الحالات التي تتطوي على وجود أكثر من فئة واحدة من أسهم رأس المال). نلاحظ إن المشرع السعودي اشترط أن لا يقل سعر عرض الشراء الإجباري عن أعلى سعر اشترى به صاحب العرض أسهم لشركة المستهدفة، سواء كان هذا الشراء في المدة السابقة على تقديم العرض أو أثناء مدة العرض.

وقد أشارت إلى ذلك أيضاً القاعدة (5/9- أ) من قانون الاستحواذ الانكليزي والتي نصت على أنه (يجب أن يكون العرض الذي يتم تقديمه بموجب نص القاعدة (9) فيما يتعلق بكل فئة من أسهم رأس المال المعنية... لا يقل عن أعلى سعر قام مقدم العرض أو أي شخص يتصرف بالاتفاق معه مقابل أي مصلحة في الأسهم من ذات الفئة خلال الاثني عشر شهراً السابقة للإعلان عن هذا العرض، ويجب استشارة الهيئة إذا كان العرض معنياً بأكثر من فئة واحدة من أسهم رأس المال)

وكذلك الحال المادة (234/ ف6) من اللائحة العامة لهيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) والتي نصت على أنه (في حالة تقديم عرض شراء إجباري بموجب المواد (234-2 و234-5) يجب أن يكون السعر المقترح مساوي لأعلى سعر يدفعه مقدم العرض بمفرده أو مع أشخاص يرتبطون معه باتفاقات أو تفاهات على مدى فترة الـ اثني عشر شهراً السابقة على تقديم العرض)<sup>(12)</sup>.

يتضح لنا مما تقدم أن المشرع المصري قيد سعر عرض الشراء الإجباري بسعر عرض شراء سابق، أي أن لا يقل سعر عرض الشراء الإجباري عن سعر عرض الشراء السابق المقدم لأسهم الشركة المستهدفة من قبل صاحب العرض ذاته خلال السنة السابقة على تقديم العرض المعني، بينما نجد أن التشريعات المقارنة لم تقيد الشراء السابق بموجب عرض شراء، بل يطبق النص ولو كان الشراء السابق من خلال سوق التداول.

أما مشروع قانون الأوراق المالية العراقي فلم ينص على مقدار السعر بل أشار في المادة (35/ب) على أن يكون السعر عادل بالنص على أن (أن يتم عرض الشراء وفقاً للشروط والأحكام المنصوص عليها في تعليمات الهيئة لضمان حصول حاملي الأوراق المالية على سعر عادل...). ولم يوضح المشرع معنى السعر العادل، لذا نأمل منه أن ينص على سعر العرض الإجباري بأن لا يقل عن السعر الذي اشترى به صاحب العرض أسهم الشركة المستهدفة خلال فترة العرض وفي الفترة السابقة عليه، وأن يحدد الفترة السابقة بمدة لا تقل عن ستة أشهر ولا تزيد عن سنة.

وإن الغاية من تحديد سعر العرض، هي لكي لا يحاول صاحب العرض التهرب من التزامه بتقديم العرض الإجمالي، لأنه لو ترك أمر تحديد السعر لصاحب العرض لقدم العرض بسعر يقل عن سعر السوق، وفي هذه الحالة سوف لن يوافق المساهمون الأقلية عليه لانخفاض السعر، وبذلك يتخلص صاحب العرض من الالتزام المفروض عليه بتقديم العرض.

**ثالثاً: أن يكون عرض الشراء الإجمالي غير معلق على شرط،** فلا يجوز لصاحب العرض أن يعلق إتمام العرض الإجمالي على شرط معين، كتملك نسبة معينة من الأسهم أو ما شابه، بل عليه أن يواصل تنفيذ عرضه أياً كان عدد الأسهم التي تمت الموافقة على بيعها، لكي تتحقق الغاية من فرض الالتزام بتقديم هذا العرض. هذا ما أخذ به المشرع المصري في المادة (354) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري والذي اوجب أن يكون العرض الإجمالي بات وغير معلق على شرط، إلا أنه أجاز في حالات استثنائية وبموافقة الهيئة المشرفة تعليق العرض على شرط معين، استناداً إلى النص الآتي (... يجب أن يكون عرض الشراء الإجمالي باتاً غير معلق على شرط، ومع ذلك يجوز للهيئة متى ما وجدت أسباب جدية وبما لا يتعارض مع أهداف هذا الباب والمبادئ العامة المبينة المادتين (327 و328) أن توافق على أن يكون إتمام عرض الشراء الإجمالي معلقاً على شرط تملك (75%) من رأس المال أو حقوق التصويت في حالات الاستحواذ بقصد الاندماج، أو (51%) من رأس المال أو حقوق التصويت في غير ذلك من الحالات. وحال تضمن عرض الشراء هذا الشرط، فإنه يحظر على مقدم العرض إتمام عمليات الشراء دون الحصول على إذن مسبق من الهيئة إذا انخفضت النسبة المطروحة للبيع من مالكي الأوراق المالية محل عرض الشراء عن تلك المشروطة فيه. ولا يجوز لمقدم العرض اشتراط نسباً أخرى كحد أدنى لقبول إتمام عمليات الشراء بخلاف النسب والحالات المشار إليها في هذه الفقرة، وكذلك المادة (328) من اللائحة ذاتها نصت على أنه (... وفي غير الحالات المنصوص عليها في المادة (354) يجب أن يكون عرض الشراء الإجمالي غير معلق على شرط. ومع ذلك، في حالة عرض الشراء من خلال مبادلة أسهم سيتم إصدارها من خلال إجراءات زيادة رأس المال، وجب أن يكون العرض معلقاً على شرط موافقة الشركة المعنية على إصدار تلك الأسهم، وأن يكون ذلك واضحاً عند الإعلان عن عرض الشراء).

يتضح لنا من نص المادة إن تقديم عرض شراء معلق على شرط يستلزم الحصول على موافقة مسبقة من الهيئة العامة للرقابة المالية حتى في الحالات التي تجيزها المادة، وإن الهيئة لا يجوز لها الموافقة على ذلك إلا إذا وجدت أسباب جدية تبرر وجود هذا الشرط، وأن لا يتعارض تعليق العرض على شرط مع أهداف ومبادئ عروض الشراء. سيما وإن صاحب العرض لا يجوز له اشتراط نسب أخرى كحد أدنى لقبول إتمام عملية العرض غير النسب التي حددتها المادة. كما لا يجوز له إتمام عملية عرض الشراء إذا كانت نسبة الأسهم المقدمة للبيع تقل عن النسبة التي اشترطها، إلا إذا حصل على موافقة الهيئة. فمثلاً إذا اشترط صاحب العرض تملك نسبة 51% من الأسهم كشرط لإتمام عملية العرض، إلا إن نسبة الأسهم المقدمة للبيع من قبل المساهمين تبلغ 40% فقط، ففي هذه الحالة لا يجوز لصاحب العرض إتمام عملية الشراء إلا بعد الحصول على إذن مسبق من الهيئة العامة.

وكذلك الحال بالنسبة لقانون الاستحواذ الانكليزي فقد أجاز تعليق عرض الشراء الإجمالي على شرط تملك 50% من حقوق التصويت، طبقاً للقاعدة (9/3-أ) والتي نصت على إن (العروض التي يتم تقديمها بموجب نص القاعدة (9) يجب أن تكون مشروطة فقط بحصول صاحب العرض على الموافقات فيما يتعلق بالأسهم التي تسفر مجتمعة مع الأسهم التي تم اكتسابها أو التي تم الاتفاق على اكتسابها قبل أو أثناء العرض عن امتلاك صاحب العرض أو أي شخص يقوم بالتصرف بالاتفاق معه لأكثر من 50% من حقوق التصويت)<sup>(13)</sup>.

بينما نجد أن المشرع الفرنسي على خلاف ذلك لم ينص على إمكانية تعليق عرض الشراء الإجمالي على شرط. لذا فنحن لا نتفق مع كل من المشرع المصري والانكليزي في تعليق عرض الشراء على شرط، لأن هذا يتنافى مع الغاية من فرض العرض الإجمالي، ولكن ويبدو لنا إن المشرعين أرادوا من ذلك تمكين صاحب العرض من الاستحواذ على نسبة معينة تتيح له إكمال سيطرته على الشركة، وتشجيعه على تقديم مثل هذا العرض.

رابعاً: وهناك شرط آخر نصت عليها اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري في المادة (353) وهو يجب أن يتم تقديم عرض الشراء الإجمالي خلال ثلاثين يوماً على الأكثر من تاريخ الاستحواذ على ثلث رأس المال أو حقوق التصويت بحسب الأحوال<sup>(14)</sup>.

### المبحث الثاني

#### أحكام عرض الشراء الإجمالي

إن صاحب العرض في هذا النوع من العروض وهو العرض الإجمالي متى ما استحوذ على نسبة معينة من أسهم شركة ما يلزم أو يجبر قانوناً على تقديم عرض شراء على بقية الأسهم المتبقية في هذه الشركة، فلا بد لنا من معرفة متى يلزم صاحب العرض بتقديم الإجمالي، وما الجزاء الذي يترتب في الحالة التي يمتنع فيها صاحب العرض من تقديم عرض الشراء في الحالات التي يلزمه القانون بتقديمه، وهل هناك حالات معينة يعفى من تقديم هذا العرض. لمعرفة ذلك يجدر بنا تقسيم هذا المبحث على ثلاثة مطالب نخصص الأول لدراسة لحالات الموجبة لتقديم العرض الإجمالي، أما الثاني فسيكون لحالات الإعفاء منه، بينما المطلب الثالث سنعده للجزاء المترتب على مخالفة أحكام عرض الشراء الإجمالي.

#### المطلب الأول

#### الحالات الموجبة لتقديم عرض الشراء الإجمالي

كما بينا سابقاً إن عرض الشراء الإجمالي يفرض على صاحب العرض في الحالة التي يمتلك فيها نسبة معينة من أسهم شركة ما، بتقديم عرض لشراء الأسهم المتبقية في الشركة. لذا لا بد لنا من معرفة ما هي هذه النسبة التي تلزم من استحوذ عليها تقديم عرض شراء. إن النسبة الموجبة لتقديم عرض الشراء الإجمالي حددتها التشريعات واللوائح السارية، ولكن التشريعات تباينت في تحديدها، فنجد إن المشرع العراقي والسعودي حددها بنصف أسهم الشركة التي تتمتع بحق التصويت أو أكثر، وهذا ما أكدته النصوص القانونية، منها نص المادة (35/ب) من مشروع قانون الأوراق المالية العراقي أشارت إلى إنه (ب- على أي شخص يمتلك أكثر من 50% من القوة التصويتية لأوراق المصدر<sup>(15)</sup> المالية التي يملكها الجمهور والمدرجة أو المسموح تداولها في سوق أوراق مالية مرخص أن يعرض شراء كافة أوراق المصدر المالية المتبقية القائمة والتي لها حق التصويت. وينبغي أن يتم عرض الشراء وفقاً للشروط والأحكام المنصوص عليها في تعليمات الهيئة لضمان حصول بقية حاملي الأوراق المالية على سعر عادل...). وكذلك الحال بالنسبة للمادة (12) من لائحة الاندماج والاستحواذ السعودية فقد نصت على إنه (أ- عند قيام أي شخص "أو مجموعة من الأشخاص يتصرفون بالاتفاق معه" بزيادة ملكيته في أسهم شركة من الشركات عن طريق شراء مقيد لأسهم أو عرض مقيد لأسهم، بحيث يصبح هذا الشخص "أو من يتصرفون بالاتفاق معه" مالكين لنسبة "50%" خمسين في المئة "أو أكثر" من فئة معينة من الأسهم المتمتعة بحق التصويت والمدرجة في السوق، لمجلس الهيئة ممارسة سلطاته بموجب المادة "54" من النظام، وذلك بإصدار أمر بأن يقدم ذلك الشخص عرضاً لشراء الأسهم التي لا يملكها من الفئة نفسها، وفقاً للشروط والأحكام المحددة في هذه المادة والأحكام الأخرى ذات العلاقة من هذه اللائحة<sup>(16)</sup>).

يتضح لنا مما تقدم إن المشرع العراقي والسعودي ألزم كل شخص يستحوذ على 50% أو أكثر من الأسهم المتمتعة بحق التصويت في الشركة المستهدفة تقديم عرض إجباري لشراء بقية أسهم هذه الشركة. وإن حسب قانون الشركات العراقي ونظام الشركات السعودي جميع الأسهم التي تعد جزء من رأس المال تتمتع بحق التصويت<sup>(17)</sup>، حيث أن لكل سهم صوت واحد<sup>(18)</sup>، وهذا يعني إن من يستحوذ على 50% من أسهم رأس مال الشركة، بمعنى إنه يستحوذ على 50% من حقوق التصويت.

أما المشرع المصري فقد حدد النسبة الموجبة لتقديم عروض الشراء الإجمالية بثلث رأس مال الشركة أو ثلث حقوق التصويت أو أكثر، وذلك في المادة (353) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، بالنص على إنه (يجب على كل شخص استحوذ أو يرغب في الاستحواذ- بمفرده أو من خلال الأشخاص المرتبطة- على ثلث رأس المال أو ثلث حقوق التصويت في الشركة

المعنية أن يقوم بإخطار الهيئة، وتقديم مشروع عرض لشراء جميع الأوراق المالية التي تشكل جزء من رأس المال أو حقوق التصويت والسندات التي تخول حائزها الحق في تملك جزء منه...<sup>(19)</sup>.

نلاحظ أن المشرع المصري اخذ بنظر الاعتبار عند حساب النسبة الموجبة لتقديم عرض شراء إجباري الأسهم التي تعد جزء من رأس المال وتمتع بحق التصويت وكذلك حقوق التصويت. وهذا يعني إذا استحوذ شخص على أسهم في رأس مال الشركة المستهدفة وبلغ عددها ثلث رأس مال الشركة، يلزم بتقديم عرض إجباري لشراء السهم المتبقية في الشركة. ويلزم أيضاً بتقديم هذا النوع من العروض إذا ما بلغت عدد أصوات الأسهم التي يمتلكها في الشركة المستهدفة الثلث من مجموع الأصوات، بغض النظر عن عدد السهم التي يمتلكها في رأس مال الشركة. وإن المشرع المصري قد نص على حقوق التصويت لأنه أخذ بالأسهم الممتازة التي تمنح أصحابها حقوقاً معينة تفضلهم على أصحاب الأسهم العادية، ومن هذه الحقوق هو حق الحصول على أصواتاً متعددة في الجمعية العامة للشركة، أي قد يكون السهم الواحد يتمتع بصوتين أو ثلاثة أصوات أو أكثر، حسب ما ينص عليه النظام الأساسي للشركة<sup>(20)</sup>. أما المشرع الفرنسي، فإن النسبة التي حددها هي (30%) من الأسهم التي تشكل جزء من رأس المال وتمتع بحق التصويت أو حقوق التصويت فقط، وهذا ما أكدته المادة (2/234) من اللائحة العامة لهيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) والتي نصت على إنه (يجب على كل شخص طبيعي أو معنوي، يتصرف بمفرده أو بالاتفاق مع أشخاص آخرين "بالمعنى المقصود في المادة 10/233 من القانون التجاري" ويمتلك بشكل مباشر أو غير مباشر أكثر من 30% من أسهم رأس المال أو حقوق التصويت في الشركة، أن يبادر على الفور إبلاغ هيئة الأسواق المالية (AMF) وتقديم عرض لشراء كافة الأوراق المالية التي تشكل جزء من رأس المال أو تتمتع بحق التصويت حسب الشروط التي تعلن عنها هيئة الأسواق المالية)<sup>(21)</sup>.

نلاحظ أن المشرع الفرنسي قد ألزم كل شخص طبيعي أو معنوي يمتلك بصورة مباشرة أو غير مباشرة 30% من أسهم رأس مال الشركة أو 30% من حقوق التصويت في شركة ما يلتزم بتقديم عرض شراء إجباري على الأسهم المتبقية في هذه الشركة<sup>(22)</sup>. يتضح لنا أن المشرع المصري والفرنسي قد اختلفوا في النسبة الموجبة لتقديم عرض الشراء الإجباري، وهي الثلث أو أكثر في القانون المصري، و30% أو أكثر في القانون الفرنسي، إلا أنهم اتفقوا في نوع الأسهم التي يلتزم من استحوذ عليها تقديم عرض إجباري، وهي الأسهم التي تشكل جزء من رأس المال وتمتع بحق التصويت، وكذلك حقوق التصويت، وإن السبب في الأخذ بهذه الأنواع من الأسهم بالتحديد، هو لأن الغاية من فرض العرض الإجباري هو نتيجة لانتقال السيطرة على الشركة لصاحب العرض، وهذه السيطرة لا تنتقل إلا بالاستحواذ على الأسهم التي تتمتع بحق التصويت. وهذا يعني إن من استحوذ على تلك النسبة من الأسهم التي تشكل جزء من رأس المال ولكن لا تخول حق التصويت كالأسهم لحاملها<sup>(23)</sup>، أو الأسهم التي لا تعد جزء من رأس المال ولا تخول حق التصويت كأسهم العمل، لا يلتزم بتقديم عرض شراء إجباري، والسبب في ذلك هو؛ لأن من يستحوذ على أسهم ليس لها حق التصويت لا تخوله أية سلطة داخل الشركة، لذا لا يكون هناك مخاوف من احتمالية سيطرته على أغلبية أسهم الشركة ومن ثم تضرر الأقلية من ذلك<sup>(24)</sup>.

أما قانون الاستحواذ الانكليزي فقد أشار إلى العرض الإجباري في القاعدة (1/9-أ) والتي نصت على أنه (باستثناء الحالات التي يتم فيها الحصول على موافقة هيئة الPanel، يكون العرض إجبارياً عندما: أ- أي شخص يكتسب سواء من خلال سلسلة من العمليات تتم على مدى فترة زمنية أم لا، أسهم التي "إذا حسبت مع الأسهم التي اكتسبها الأشخاص الذين يتصرفون بالاتفاق معه" تبلغ 30% أو أكثر من حقوق التصويت في الشركة. ... أن يقوم بتقديم عروض ... إلى حاملي أي فئة من أسهم رأس المال سواء التي تحمل حق التصويت أم لا، وأيضاً إلى حاملي أي فئة أخرى من الأوراق المالية القابلة للتداول والتي والتي تحمل حقوق التصويت، ...)<sup>(25)</sup>.

نجد أن المشرع الانكليزي يتفق مع المشرع الفرنسي في مقدار النسبة الموجبة لتقديم العرض الإجباري وهي 30%، إلا إنه يختلف عنه في نوع الأسهم التي يلزم من استحوذ عليها تقديم هذا العرض. فقد لاحظنا إن المشرع الفرنسي أخذ في اعتباره الأسهم التي

تعد جزء من رأس المال وتخول حق التصويت، وكذلك حقوق التصويت، بينما القاعدة أعلاه من قانون الاستحواذ الانكليزي قصرته الأمر على حقوق التصويت فقط أي الأوراق المالية التي تخول حقوق التصويت. وهذا يعني إن من امتلاك 30% أو أكثر من الأسهم التي تشكل جزء من رأس المال ولا تخول حق التصويت لا يلتزم بتقديم عرض شراء إجباري.

بالإضافة إلى ما تقدم نلاحظ إن كل من المشرع العراقي والمصري والسعودي ركزوا على حالات بلوغ النسبة الموجبة لتقديم العرض بطريق مباشر ولم يراعوا حالات بلوغها بطريق غير مباشر كما هو الحال في القانون الفرنسي والانكليزي. ويقصد بالاستحواذ المباشر: هو الاستحواذ على أسهم الشركة المستهدفة بصورة مباشرة، أي بشرائها من المساهمين المالكين لها مباشرة. أما الاستحواذ غير المباشر: فهو الاستحواذ على أسهم الشركة المستهدفة بشكل غير مباشر من خلال الاستحواذ أو السيطرة على الشركة التي تمتلك أوراق مالية في الشركة المستهدفة<sup>(26)</sup>. كما لو تملك شخص طبيعي أو معنوي شركة قابضة تمتلك حصة أساسية في شركة تابعة، فإذا ما بلغت حصة الشركة القابضة في الشركة التابعة النسبة الموجبة لتقديم العرض الإجباري يلتزم الشخص أو الأشخاص الذين يسيطرون على الشركة القابضة بتقديم عرض إجباري لشراء الأسهم المتبقية في الشركة التابعة<sup>(27)</sup>، بشرط أن يكون الهدف من السيطرة على الشركة القابضة هو لتحقيق السيطرة على الشركة التابعة، وأن تمثل الأخيرة أصل جوهري وأساسي من اصول الشركة القابضة<sup>(28)</sup>.

سيما وإن صاحب العرض يجبر على تقديم العرض سواء أكان بلوغ النسبة الموجبة لتقديم العرض الإجباري قد تمت بعملية شراء واحدة، أم بعدة عمليات، كما يستوي الأمر فيما لو تم بلوغ النسبة نتيجة تصرف إيجابي من جانب صاحب العرض كشرائه كمية إضافية من الأسهم أو حقوق التصويت، أو بدون تدخل من جانب صاحب العرض كقيام الشركة المستهدفة بتوزيع أسهم مجانية على المساهمين بما فيهم صاحب العرض، أو قيامها بتخفيض العدد الإجمالي لحقوق التصويت<sup>(29)</sup>.

فضلاً عن ذلك، فإن صاحب العرض يلتزم بتقديم عرض شراء إجباري، سواء أكان استحوذته على النسبة الموجبة لتقديم هذا العرض قد تم بعمل فردي أم بالاتفاق مع مجموعة من الأشخاص، وتعد الحالة الأخيرة كأنها قام بها شخص واحد، فيؤخذ في الاعتبار عند حساب النسبة الموجبة لتقديم العرض، النسب التي يملكها كل شخص من هذه المجموعة، فإذا ما بلغت مجتمعة النسبة الموجبة لتقديم العرض، التزموا بتقديمه، وإن كانت النسبة التي يملكها كل واحد منهم تقل عن الحد الأدنى الموجب لتقديم هذا العرض. وإن الحكمة من ذلك هو منع التحايل على تطبيق قواعد العرض الإجباري من خلال اتفاق مجموعة من الأشخاص على السيطرة على شركة ما، عن طريق تملك كل واحد منهم نسبة معينة من أسهم هذه الشركة تقل عن الحد الموجب لتقديم العرض الإجباري<sup>(30)</sup>.

أما المشرع العراقي فلم ينص على مسألة الاستحواذ الجماعي عند حساب نسبة الـ 50% الموجبة لتقديم العرض الإجباري، لذا نأمل منه النص على ذلك عند تشريع قانون ينظم عروض شراء الأسهم؛ لمنع التهرب من تطبيق أحكام العرض الإجباري. ومما تجدر الإشارة إليه إن الالتزام القانوني بتقديم العرض الإجباري يقع على عاتق صاحب العرض، وهذا الالتزام مصدره نص القانون، أما الأقلية من المساهمين في الشركة المستهدفة الذين يقدم لهم هذا العرض الإجباري، فلا يقع عليهم أي التزام، بل يتمتعون بالحرية المطلقة في قبول العرض الإجباري وبيع أسهمهم في إطاره، أو عدم قبوله والاحتفاظ بملكية أسهمهم من أجل البقاء في الشركة، كما يكون لهم الحق أيضاً في بيع جزء من أسهمهم والاحتفاظ بالجزء الآخر<sup>(31)</sup>.

## المطلب الثاني

### حالات الإعفاء من تقديم عرض الشراء الإجباري

بالرغم من إن عرض الشراء الإجباري ملزم قانوناً بحيث لا يكون لإرادة صاحب العرض دور في الخيار بين تقديمه أو عدم تقديمه متى ما بلغت مساهمته في الشركة المستهدفة حداً معيناً، إلا إن هناك حالات استثنائية يجوز فيها للهيئة العامة أن تعفي صاحب العرض من الالتزام بتقديمه لاعتبارات معينة، وهذه الحالات هي كالتالي:

أولاً: إذا كانت نسبة الأسهم الموجبة لتقديم العرض الإجباري قد حصل عليها صاحب العرض نتيجة انتقال ملكية الأسهم فيما بين الأصول والفروع، أو نتيجة حالات الميراث والوصية والهبة التي تتم بين الأشخاص الطبيعيين، وهذا ما نصت عليه المادة

(356/أ) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري بالنص على أنه (يجوز للهيئة أن تستثنى الحالات التالية من الخضوع للالتزام بتقديم عرض شراء إجباري: أ- التنازل عن الأسهم فيما بين الأصول والفروع من الأشخاص الطبيعيين. ب- حالات الميراث والوصية والهبة). وكذلك المادة (9-234/1) من اللائحة العامة لهيئة الأسواق المالية الفرنسية AMF بالنص على أنه (تمنح هيئة الأوراق المالية (AMF) الإعفاء من تقديم العرض الإجباري في الحالات الآتية: 1- النقل المجاني للأسهم فيما بين الأفراد...). وتطبيقاً لذلك فإذا ما تملك أحد الأصول أو الفروع أو الوارث أو الموصى له أو الموهوب له، أسهم أدت بلوغ النسبة الموجبة لتقديم العرض الإجباري فلا يلتزم بتقديمه.

ثانياً: في حالة بلوغ النسبة الموجبة لتقديم العرض الإجباري نتيجة تخفيض العدد الإجمالي لأسهم رأس المال أو مجموع حقوق التصويت في الشركة المستهدفة، وهذا ما نصت عليه المادة (35/أ) من لائحة الاندماج والاستحواذ السعودية على أنه ((في حالة زيادة نسبة حقوق التصويت المملوكة لمساهم في شركة مدرجة أسهمها في السوق "أو لمجموعة من المساهمين يتصرفون بالاتفاق بينهم" نتيجة انخفاض العدد الإجمالي لفئة معينة من الأوراق المالية للشركة لأي سبب "سواء بإعادة شرائها أو استردادها أو إلغائها أو غير ذلك"، فإنه سيتم تطبيق أحكام المادتين (12) و(13) من هذه اللائحة حسب الحال. وللهيئة الإعفاء من الالتزام بتقديم عرض عام، إذا صوت المساهمون المستقلون على ذلك))، وكذلك المادة (9-234/5) من اللائحة العامة لهيئة الأسواق المالية الفرنسية AMF على أنه (تمنح هيئة الأسواق المالية (AMF) الإعفاء من تقديم العرض الإجباري في الحالات الآتية: 5- تخفيض العدد الإجمالي لأسهم رأس المال أو لحقوق التصويت في الجمعية العامة الشركة المستهدفة)<sup>(32)</sup>.

وإن الحكمة من الإعفاء في الحالتين السابقتين هو لأن تقديم العرض الإجباري غالباً ما يفرض على الشخص الذي يمتلك عدد معين من الأسهم بصورة إرادية لغرض السيطرة على الشركة المستهدفة، ولكن في هاتين الحالتين نجد أن الشخص قد تملك الأسهم دون إرادته، أي قد تم بلوغ النسبة الموجبة لتقديم العرض الإجباري رغماً عن إرادته.

ثالثاً: تنفيذ عمليات الاندماج وفقاً لأحكام القانون، فإذا ما ترتب على عملية الاندماج تملك أحد المساهمين النسبة الموجبة لتقديم العرض الإجباري، فلا يلتزم بتقديمه؛ لأن العملية تتم بموافقة الجمعية العمومية للشركات المندمجة أو بالأغلبية التي ينص عليها النظام الأساسي. وهذا ما أكدته الفقرة (ج) من المادة (356) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري<sup>(33)</sup>، وكذلك المادة (9-234/3) من اللائحة العامة لهيئة الأسواق المالية الفرنسية AMF على أنه (تمنح هيئة الأسواق المالية (AMF) الإعفاء من تقديم العرض الإجباري في الحالات الآتية: 3- عمليات الاندماج أو الاستحواذ على حصة من أصول الشركة المستهدفة بموافقة الجمعية العامة).

رابعاً: عند قيام أحد البنوك ببيع الأوراق المالية المرهونة له وفاء لمستحقته، فعند حلول أجل الدين ولم تسدد الشركة الرهانة مستحقات البنك المضمونة بالرهن، يبيع البنك الأوراق المالية المرهونة، وإن الشخص الذي يشتري الأسهم التي تم بيعها من قبل البنك، إذا ما تجاوزت ملكيته من أسهم الشركة النسبة الموجبة لتقديم العرض الإجباري فلا يلتزم بتقديمه لشراء الأسهم المتبقية في الشركة الرهانة، وهذا ما نصت عليه المادة (356/د) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، وكذلك الملاحظة على القاعدة (9/2) من قانون الاستحواذ الانكليزي.

وإن الغاية من الإعفاء في هذه الحالة؛ هي لتسهيل عملية بيع الأموال المرهونة وتمكين البنك من الحصول على أمواله بأسرع وقت ممكن، لذا تم ترجيح مصلحة البنك على مصلحة أقلية المساهمين في الشركة المستهدفة (الشركة الرهانة)<sup>(34)</sup>.

خامساً: إعادة هيكلة رأس المال بين مجموعة الشركات المرتبطة، وهذا ما أشارت إليه المادة (356/هـ) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، والمادة (9-234/7) من اللائحة العامة لهيئة الأسواق المالية الفرنسية AMF والتي نصت على أنه (تمنح هيئة الأسواق المالية (AMF) الإعفاء من تقديم العرض الإجباري في الحالات الآتية: 7- إعادة هيكلة رأس المال فيما بين مجموعة الشركات المرتبطة).

ويقصد بالشركات المرتبطة: هي مجموعة من الشركات تمتلك كل واحدة لدى الأخرى نسبة من رأس المال وحقوق التصويت، وقد يحدث أن تتم إعادة هيكلة هذه الشركات من خلال تغيير السيطرة بينها فيما يتعلق برأس المال والإدارة على أن تبقى السيطرة النهائية كما هي دون تغيير<sup>(35)</sup>. فمثلاً لو إن هناك مجموعة من الشركات المرتبطة تقع تحت سيطرة شركة ما، واستحوذت إحدى هذه الشركات على الأخرى وترتب على ذلك تملك الشركة المستحوذة النسبة الموجبة لتقديم العرض الإجمالي، فلا تلتزم هذه الشركة بتقديم هذا النوع من العروض لشراء الأسهم المتبقية في الشركة المستحوذ عليها، لأن السيطرة لم تتغير وبقيت بيد الشركة التي كانت تسيطر عليهم قبل عملية الاستحواذ هذه<sup>(36)</sup>. وإن الغاية من الإعفاء في هذه الحالة؛ لأن العلة من تقديم العرض الإجمالي هي حماية أقلية المساهمين في الشركة المستهدفة لتغيير السيطرة على الشركة المستهدفة وانتقالها لصاحب العرض، لذا فإذا كانت هذه السيطرة موجودة بالفعل قبل تملك النسبة الموجبة لتقديم العرض الإجمالي ولم تتغير بعد هذا التملك، فتنتفي عندئذ العلة من تقديم العرض الإجمالي.

**سادساً:** إذا تم الاستحواذ من قبل إحدى المؤسسات المالية المرخص لها بضمان الاكتتاب إعمالاً لالتزامها بضمان تغطية الاكتتاب<sup>(37)</sup>. هذا ما أشارت إليه الفقرة (و) من المادة (356) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، وهذا يعني إذا ما ترتب على الاستحواذ تجاوز نسبة ما تملكه هذه المؤسسات في مجال ضمان تغطية الاكتتاب الحد الموجب لتقديم العرض الإجمالي، فلا التزام عليها بتقديم هذا العرض<sup>(38)</sup>.

**سابعاً:** حالة طرح الشركة أسهم جديدة للاكتتاب بزيادة رأسمالها، إذا كانت تواجه صعوبات مالية وبحاجة إلى موارد مالية لإنقاذها من هذه الأزمات أو الصعوبات التي تعوقها عن مواصلة نشاطها، والوفاء بالتزاماتها تجاه الغير، هذا ما أشارت إليه المادة (2-9/234) من لائحة هيئة الأسواق المالية الفرنسية الـ AMF، وفي هذه الحالة يشترط في الإعفاء موافقة الجمعية العمومية للمساهمين استناداً إلى النص الآتي (تمنح هيئة الأسواق المالية (AMF) الإعفاء من تقديم العرض الإجمالي في الحالات الآتية: 2- الاشتراك في زيادة رأس مال الشركة في حالة وجود صعوبات مالية، على أن تخضع لموافقة الجمعية العامة لمساهميها)، وكذلك الملاحظة رقم (e-3) على القاعدة (5/9) من قانون الاستحواذ الانكليزي، وإن هيئة الـ Panel يكون لها سلطة تقديرية في تقرير الإعفاء من عدمه استناداً إلى مدى مساهمة مقابل الأسهم في إنقاذ الشركة من الوضع الذي هي فيه. لذلك فإن الشخص الذي يكتب بعدد من هذه الأسهم وتصل مساهمته في الشركة إلى النسبة الموجبة لتقديم العرض الإجمالي، فلا التزام عليه بتقديمه؛ لأن الاستحواذ على هذه النسبة تم بموافقة الهيئة العامة في الشركة، فضلاً عن تشجيع الأشخاص على الاكتتاب لإنقاذ الشركة من الظروف المالية الصعبة التي تمر بها.

**ثامناً:** حالة تجاوز ملكية الشخص للحد الموجب لتقديم العرض الإجمالي بمقدار 3% من رأس المال أو من حقوق التصويت، فيجوز للهيئة العامة إعفائه من تقديم العرض بشرط أن يقوم بالتصرف في هذه الزيادة خلال ستة أشهر على الأكثر من تاريخ الاستحواذ عليها، وهذه الأسهم الزائدة لا تخول صاحبها حقوق التصويت خلال المدة المشار إليها. استناداً إلى نص المادة (353) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، والمادة (234/ف4) من اللائحة العامة لهيئة الأسواق المالية الفرنسية.

ونود الإشارة إلى إن الاستثناءات أعلاه وردت في التشريعات على سبيل الحصر، وإن تقرير الإعفاء فيها لا يكون بصورة تلقائية، وإنما يخضع لموافقة الهيئة العامة المشرفة على العرض، وهذه الهيئة لها سلطة تقديرية إزاء تقرير الإعفاء من عدمه، اعتماداً على فحص ودراسة الظروف التي تم في ضوئها تجاوز النسبة المحددة قانوناً وكيفية توزيع رأس المال وحقوق التصويت في الشركة المستهدفة والشروط التي بموجبها تمت عملية العرض، ووفقاً لظروف كل عملية على حدة، وهذا ما اتفقت عليه التشريعات المقارنة نصت المادة (35/ب) من مشروع قانون الأوراق المالية العراقي على أنه (... إلا إذا قامت الهيئة بإصدار قرار بإعفاء ذلك الشخص من الالتزام بتقديم عرض إجباري لقبية المساهمين)، وكذلك المادة (356) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري التي نصت على أنه (يجوز للهيئة أن تستثني الحالات التالية من الخضوع للإلزام بتقديم عرض شراء إجباري)، والمادة (8/234) من لائحة هيئة الأسواق المالية الفرنسية الـ (AMF)<sup>(39)</sup>.

ويمكننا القول من كل ما تقدم إن عروض شراء الأسهم تكون إجبارية، متى ما تجاوزت ملكية الشخص من أسهم الشركة المستهدفة، نسبة معينة حددتها النصوص القانونية ذات العلاقة، وانتفى سبب من أسباب الإعفاء منه.

### المطلب الثالث

#### الجزاء المترتب على مخالفة أحكام عرض الشراء الإجباري

إن تقديم عرض الشراء الإجباري التزام يفرضه القانون على الشخص الذي تبلغ نسبة مساهمته في شركة ما نسبة معينة، وهذه النسبة حددتها التشريعات كما لاحظناه في المطلب السابق. لذا فالسؤال الذي يطرح نفسه هنا، ما الحكم إذا ما توافر سبب تقديم العرض الإجباري (أي تحققت النسبة الموجب لتقديمه) وانتفت حالات الإعفاء منه، ومع ذلك امتنع الشخص عن تقديمه؟ للإجابة عن ذلك، نجد إن المشرع العراقي لم ينص على جزاء عدم تقديم عرض الشراء الإجباري. بينما نجد أن المشرع السعودي فقد نص في المادة (59/ب) من نظام السوق المالية على فرض غرامة مالية على أي شخص يخالف اللائحة التنفيذية لهذا النظام وذلك بالنص على أنه (... يجوز للمجلس فرض غرامة مالية على أي شخص مسؤول عن مخالفة هذا النظام ولوائح وقواعد الهيئة، ولوائح السوق. ويجب أن لا تقل الغرامة المفروضة من قبل المجلس عن عشرة آلاف (10,000) ريال وألا تزيد عن مئة ألف (100,000) ريال عن كل مخالفة ارتكبها المدعى عليه)<sup>(40)</sup>.

كذلك الحال بالنسبة للمشرع المصري فقد أشار إلى جزاء من تقاعس عن تقديم عرض الشراء الإجباري في المادة (67) من قانون سوق رأس المال بالنص على أنه (مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد، منصوص عليها في أي قانون آخر، يعاقب بغرامة لا تقل عن ألفي جنيه ولا تزيد على عشرة آلاف جنيه كل من يخالف أحد الأحكام المنصوص عليها في اللائحة التنفيذية لهذا القانون)<sup>(41)</sup>. أما القانون الفرنسي قد أشار إلى إن جزاء الإخلال بهذا الالتزام هو حرمان الأسهم الزائدة عن الحد الموجب لتقديم العرض من التصويت على قرارات الجمعية العمومية العادية وغير العادية في الشركة المستهدفة. وهذا ما يفرغ الهدف من شراء الأسهم الزائدة من مضمونه، وهذا الجزاء يترتب بصورة تلقائية ولا يحتاج إلى قرار من هيئة الأسواق المالية<sup>(42)</sup>.

أما قانون الاستحواذ الانكليزي فالجزء فيه يكون أشد حيث يتمثل في حرمان أسهم صاحب العرض من التصويت على قرارات الجمعية العامة ليس فقط بالنسبة للأسهم الزائدة كما هو الحال في القانون الفرنسي وإنما يمتد الحرمان ليشمل كل الأسهم التي يمتلكها صاحب العرض، وبظل الحرمان مستمراً إلى أن يتم تنفيذ العرض الإجباري، فضلاً عن ذلك يحرم صاحب العرض من حقه في تعيين ممثلين له في مجلس إدارة الشركة المستهدفة<sup>(43)</sup>.

لذا نأمل من المشرع العراقي أن ينظم أحكام عرض الشراء الإجباري وينص الجزاءات المترتبة على عدم تقديمه، ويجب أن يكون هذا الجزاء يتكون من نوعين جزاء مدني وجنائي، فالجزء المدني يتمثل في حرمان الأسهم من التصويت على قرارات الهيئة العامة، والجزاء الجنائي يتمثل في عقوبة جنائية تتناسب مع المخالفة.

## الخاتمة

بعد أن انتهينا من دراسة موضوع البحث لا بد لنا بيان أهم النتائج التي توصلنا إليها فضلاً عن التوصيات التي نأمل من المشرع العراقي الأخذ بها عند تشريع قانون يتضمن أحكام عروض شراء الأسهم. لذا سنقسم الخاتمة إلى فقتين الأولى للنتائج والثانية للتوصيات وكالاتي:

## أولاً: النتائج

- 1- إن كل شخص يرغب في شراء أسهم في شركة ما وتبلغ نسبة مساهمته في هذه الشركة النسبة الموجبة لتقديم عرض الشراء الإلزامي والتي حددتها التشريعات المختصة، يلزم بتقديم عرض شراء للاستحواذ على ما تبقى من أسهم الشركة.
- 2- إن العرض من إجبار صاحب العرض على تقديم عرض شراء إجباري هو لاعتبارات معينة، أهمها تحقيق مصلحة أقلية المساهمين عن طريق تقديم عرض شراء لهم لكي يتمكنوا من بيع أسهمهم لصاحب العرض والخروج من الشركة، بدلاً من البقاء فيها والرضوخ لقرارات صاحب العرض والتي غالباً ما تنصب جميعها لتحقيق مصلحة الأغلبية.
- 3- إن صفة الإلزام أو الإلزام هنا تقع على عاتق صاحب العرض فقط الذي يلزم بتقديم عرض شراء، أما أقلية المساهمين فلا يقع عليهم أي التزام، فيبقون لهم كامل الحرية في قبول العرض أو رفضه حسب ما يحقق مصلحتهم.
- 4- إن صاحب العرض يلزم بتقديم عرض الشراء الإلزامي سواء تملك نسبة الأسهم الموجبة لذلك بمفرده أو مع أشخاص آخرين يعمل بالاتفاق معهم.
- 5- هناك حالات معينة يعفى صاحب العرض من تقديم عرض الشراء متى ما تم بلوغ النسبة الموجبة لتقديم العرض بأسباب خارجة عن إرادة صاحب العرض وبعد موافقة الهيئة المختصة.
- 6- بما إن تقديم عرض الشراء الإلزامي إلزام مفروض بنص القانون إذن التخلف عنه ومخالفة أحكامه يترتب عليها جزاء قانوني سواء أكان مدني أو جنائي.

## ثانياً: التوصيات

- بعد أن بينا إن المشرع العراقي قد تناول موضوع عروض شراء الأسهم في مادة واحدة من مشروع قانون الأوراق المالية لعام 2008 وهي المادة (35) منه، إلا إن هذه المادة لا تفي بالغرض على الإطلاق، كونها تناولت الموضوع بصورة طفيفة وبعبارات ركيكة وغير واضحة، لذ نسوق بعض التوصيات ونود من المشرع ملاحظتها وهي كالاتي:
- 1- نأمل من المشرع العراقي تنظيم أحكام عروض شراء الأسهم بصورة عامة والعرض الإلزامي بصورة خاصة، عند تشريع قانون جديد يتعلق بسوق الأوراق المالية.
  - 2- تنظيم العرض الإلزامي بشيء من التفصيل كونه استثناء من الأصل العام الذي يتمثل بحرية تقديم عرض الشراء، من حيث سعر العرض والمدة التي يجب أن يقدم العرض الإلزامي خلالها. سيما وأن المشرع العراقي أشار إلى معنى السعر العادل عند تطبيق أحكام العرض الإلزامي في المادة (35) من مشروع قانون الأوراق المالية، لذا نأمل منه النص على إن سعر العرض الإلزامي يجب أن لا يقل عن السعر الذي اشترى به صاحب العرض أسهم الشركة المستهدفة خلال مدة لا تقل عن ستة أشهر ولا تزيد عن سنة، السابقة على تقديم هذا العرض.
  - 3- الإشارة إلى مسألة الاستحواذ الجماعي عند حساب النسبة الموجبة لتقديم العرض الإلزامي، أي الالتزام بتقديم العرض الإلزامي سواء أكان بلوغ هذه النسبة من قبل صاحب العرض وحده أو مع أشخاص يعملون بالاتفاق معه؛ والغرض من ذلك هو لمنع التهرب من تطبيق أحكام العرض الإلزامي

4- ضرورة النص على الجزاءات التي تترتب عند مخالفة أحكام عرض الشراء الإجباري من قبل أطراف العرض، وأن يكون هذا الجزاء يتكون من نوعين جزاء مدني يتمثل في حرمان صاحب العرض من تقديم عرض شراء خلال مدة معينة أو ما شابه، وجزاء الجنائي يتمثل في عقوبة معينة تتناسب مع المخالفة.

### الهوامش

- (1) ينظر في ذلك: Sija Maul, Athanasios Koulouridas: The Takeover bids Directive, German Law Journal, Vol.5, no.4, 2004, p. 362.
- (2) ينظر في ذلك: د. هاني سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة بالبورصة، ط2، دار النهضة العربية، القاهرة، 2013، ص42.
- (3) ينظر في ذلك: د. خالد عبد العزيز بغداددي، تداول الأسهم والقيود الواردة عليه في النظام السعودي، ط1، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، 2012، ص319، ومحمد محمود حمدي عبد اللطيف، المشكلات القانونية المرتبطة بتداول الأوراق المالية المقيدة في سوق الأوراق المالية، اطروحة دكتوراه، مقدمة إلى كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2014، ص522، وكذلك:
- Halid Cetinkaya Yilmaz And Candemir Baltali:** Tender Offers, Squeeze-Out Option, The Turkish Commercial Law Review, Volume 1, Issue1, February, 2015, P.81 & **Dr. Harald Baum:** Takeover law in the Eu and Germany: Comparative Analysis of a Regulatory Model, The article has been published in the university of Tokyo, Journal of law politics, Vol.3. Spring 2006., P.2. & **Rikke Schiott Petersen & Chantal Patel:** Public Takeovers in Denmark, Gorrissen Federspiel, Copenhagen, 2015, P.17,18.

مثال ذلك: عرض الشراء الإجباري المقدم من شركة ماك القابضة للصناعات لشراء 36,7% من أسهم شركة الإسفنج المصرية بسعر 133,5 جنيه للسهم. منشور على الموقع الإلكتروني الآتي: (www.baetalmal.blogspot.com)

(4) يقصد بأقلية المساهمين (هم مجموعة من المساهمين الذين يمتلكون القدر الأقل من نصف رأس مال الشركة، بالنظر إلى المفهوم المادي للأقلية. وقد تتحدد الأقلية بالنظر إلى عدد الشركاء وعندئذ يقصد بها الشركاء الأقل عدداً بالمقارنة مع الأغلبية، وهذا هو المفهوم الشخصي للأقلية) ينظر في ذلك: د. عبد الفضيل محمد أحمد، حماية الأقلية من القرارات التعسفية الصادرة عن الجمعية العامة للمساهمين، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، 1987، ص23، ود. وجدي سلمان حاطوم، دور المصلحة الجماعية في حماية الشركات التجارية، ط1 منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2007، ص438، ود. علي فوزي الموسوي، حماية الأقلية من القرارات التعسفية في قانون الشركات العراقي، بحث منشور في مجلة العلوم القانونية، جامعة بغداد، العدد1، المجلد26، 2010، ص3. وهناك من عرف الأقلية بأنها (مجموعة المساهمين الذين يمثلون في الجمعية العامة نسبة في رأس مال الشركة أقل مما تمثله المجموعة الأخرى) (الأغلبية)، أو هي مجموعة المساهمين الذين لم يعطوا أصواتهم للقرار الذي تبنته المجموعة التي تملك المساهمة الأكبر في رأس المال بين المساهمين الذين يحضرون اجتماع الجمعية العامة للمساهمين) وطبقاً لهذا الرأي إن الأقلية ليست مجرد عدد وإنما هي مفهوم نسبي يتحدد بالنظر إلى الشركاء الممثلين في اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين، ينظر محمد حسين شمروخ المطيري، حماية أقلية المساهمين في حال الاستحواذ على أسهم الشركات، رسالة ماجستير، مقدمة إلى كلية الدراسات الفقهيّة القانونية- قسم القانون، جامعة آل البيت، الأردن، 2010، ص1 و6.

هذا معنى الأقلية بصورة عامة، أما المقصود بالأقلية بالنسبة لموضوع البحث هم (فئة قليلة من المساهمين في الشركة المستهدفة بالعرض لم يوافقوا على عرض الشراء المقدم لشركتهم، وقرروا البقاء في الشركة). كما نجد أن المادة (3/428) من قانون الشركات الإنكليزي قد بينت المقصود بالأقلية والتي أطلقت عليهم مصطلح (المساهم المخالف) بأنه (المساهم الذي ولم يوافق على العرض ورفض نقل أسهمه إلى صاحب العرض)

- (5) ينظر بذات المعنى: **Dr. Harald Baum:** Op. Cit., P.2 & **Adil Sahban:** Les principes directeurs des offres a la lumiere de la directive du 21 avril 2004 et de la lio du 31 mars 2006, Master 2 De Droit Des Affaires, Universite Pantheon-Assas, Paris, 2007, P.8,42. & **Guido Ferrarini & Geoffrey P. Miller:** A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe, Cornell International Law Journal, Volume 42, Issue (No.) 3, 2009, P. 312 . & **Ave Geidi Jallai:** The European Takeover Bids Directive and its applicability in the business groups with pyramid ownership structure, Master thesis, Law Faculty, Tilburg University, 2012, P.11,12 .
- (6) عرفت المادة (326) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري الشركة المستهدفة بالعرض بأنها (الشركة المصدرة للأوراق المالية محل عرض الشراء)، وتقبلها المادة(2/231/ثانياً) من لائحة هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF)، كما عرفها قانون الاستحواذ الإنكليزي في القسم الخاص بالتعريفات تحت تسمية (Offeree Company) بأنها (الشركة متلقية العرض والتي تكون أسهما في إطار خطة العرض) في ص(14C)، وبذات المعنى عرفتها المادة (1/2- ب) من التوجيه الأوروبي الخاص بعروض الشراء بالنص على أنها(الشركة التي تخضع أوراقها المالية لعرض الشراء)، أما المادة (9) من قانون العروض

- العمومية المغربي فقد عرفت الشركة المقصودة (الشركة المستهدفة بالعرض) بأنها (الشركة التي تكون سنداتها مقيدة في جدول أسعار بورصة القيم وتكون حقوق تصويتها محل عرض عمومي).
- (7) ينظر في ذلك: د. عبد الفضيل محمد حمد، العروض العامة للشراء في البورصة، بحث منشور في مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، تصدر من كلية الحقوق، جامعة المنصورة، العدد الثالث والأربعون، إبريل، 2008، ص15، ود. خالد عبد العزيز بغدادي، مصدر سابق، ص319، ود. علي طلال هادي، الاعتبار الشخصي وأثره بالنسبة لتأسيس وتداول الأسهم والحصص في شركات الأموال، دار النهضة العربية، القاهرة، 2012، 290، ومحمد محمود عبد اللطيف، المشكلات القانونية المرتبطة بتداول الأوراق المالية المقيدة في سوق الأوراق المالية، إطروحة دكتوراه، مقدمة إلى كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2014، ص522 و523.
- (8) ينظر محمد محمود عبد اللطيف، المصدر السابق، ص523.
- (9) ينظر بذات المعنى: د. علي طلال هادي، مصدر سابق، 290.
- (10) ينظر في ذلك: **Alain Pietrancosta: LA Protection Des Investisseurs Dans Un Contexte D OPA, Colloque Unidroit, Rome 6 Septembre 2010, P.14, (www. Docplayer.fr).**
- (11) ينظر في ذلك: **Sija Maul: Athanasios Koulouridas, Op. Cit., P. 363.**
- (12) **Article 234-6 « Lorsqu'un projet d'offre est déposé en application des articles 234-2 et 234-5, le prix propose doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer le projet d'offre.... )**
- وتشير المادة ذاتها إلى أنه يجوز لأصحاب العرض أن يطلب من هيئة الأسواق المالية أن تـأذن له بتعديل السعر المقترح عندما يكون هناك تغيير واضح في خصائص الشركة أو السوق أو الأوراق المالية وينطبق ذلك بوجه خاص على الحالات التالية: 1 - عندما تحدث أحداث قد يكون لها تأثير كبير على قيمة الأوراق المالية المعنية خلال الاثني عشر شهرا السابقة لتقديم العرض. 2- عندما تكون الشركة المستهدفة في حالة من الصعوبات المالية. 3- إذا تم تحديد السعر بناءً على اتفاق ما بين صاحب العرض والكي الأوراق المالية التي حصل عليها العارض خلال الاثني عشر شهرا الأخيرة. يحدد السعر في هذه الحالات على أساس الأهداف المعتادة، وخصائص الشركة المستهدفة والسوق والأوراق المالية.
- (13) **Rule 9-3 (a)** (offers made under Rule 9 must be conditional only upon the offeror having received acceptances in respect of shares which, together with shares acquired or agreed to be acquired before or during the offer, will result in the offeror and any person acting in concert with it holding shares carrying more than 50% of the voting right).
- (14) وتقابلها المادة (74) من قانون هيئة أسواق المال الكويتي والمادة (271) من اللائحة التنفيذية لهذا القانون، بينما نجد أن المشرع المغربي ألزم صاحب العرض بإيداع مشروع عرض شراء إجباري لدى مجلس القيم المنقولة خلال ثلاثة أيام عمل من تاريخ تجاوز نسبة الثلث من حقوق التصويت في الشركة المستهدفة، استناداً لنص المادة (18) من قانون العروض العمومية، فالمشرع المغربي حدد هذه المدة القصيرة رغبةً منه في حماية أقلية المساهمين في الشركة المستهدفة من الأضرار المحتملة الناتجة عن سيطرة صاحب العرض على الشركة المستهدفة.
- (15) أشارت المادة (3/ق) من القسم الثاني من مشروع قانون الأوراق المالية العراقي المقصود بالمصدر هو (أي شخص معنوي الذي يصدر أوراقاً مالية أو يعرض إصدارها).
- (16) أما المادة(54) من نظام السوق المالية السعودي رقم 30 لعام 2003 فقد نصت على إنه (عند قيام أي شخص بزيادة ملكيته في أسهم شركة من الشركات عن طريق شراء مقيد لأسهم أو عرض مقيد لأسهم، بحيث يصبح الشخص أو من يتصرفون بالاتفاق معه مالكين لنسبة "50% " خمسين من المئة أو أكثر من فئة معينة من الأسهم المتمتعة بحق التصويت والمدرجة في السوق، يحق للمجلس خلال ستين يوماً إذا رأى ذلك محققاً لسلامة السوق ولحماية حملة الأسهم، إصدار أمر بأن يقدم ذلك الشخص عرضاً لشراء الأسهم التي لا يملكها من الفئة نفسها، وذلك وفقاً للشروط والأحكام التي يحددها المجلس،...). أما المادة(52) من النظام ذاته فقد نصت على معنى الشراء المقيد للأسهم والعرض المقيد للأسهم بالنص على إن (... المقصود بهذين المصطلحين لأحكام تطبيق هذا النظام ما يأتي: أ- الشراء المقيد للأسهم هو شراء أسهم تتمتع بحق التصويت ومدرجة في السوق ... ب- العرض المقيد للأسهم هو توجيـه إعلان عام يعرض المعلن بمقتضاه شراء أسهم من فئة معينة مدرجة في السوق تتمتع بحق التصويت، (...).
- (17) أسهم رأس المال هي (أسهم عادية يتكون من مجموع قيمتها رأس مال الشركة، وهي لا يجوز رد قيمتها الاسمية للمساهمين مادامت الشركة قائمة، أي الأسهم التي لم تستهلك أثناء حياة الشركة) ينظر د.هاني صلاح سري الدين، الشركات التجارية الخاصة في القانون المصري، ط2، دار النهضة العربية، القاهرة، 2002، ص211، ود. عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية، ط2، دار الثقافة، عمان، 2010، ص236.
- (18) وهذا ما أشارت إليه المادة (97/ أولاً) من قانون الشركات العراقي والتي نصت على أنه (في الشركة المساهمة والمحدودة، يكون لكل مساهم عدداً من الأصوات يساوي عدد الأسهم التي يملكها). والمادة (1/113) من نظام الشركات السعودي (بيباشر المساهم حق التصويت في الجمعيات العامة أو الخاصة وفقاً لأحكام نظام الشركة الأساس ويكون لكل سهم صوت في جمعيات المساهمين).

- (19) وتقابلها المادة (18) من القانون المغربي للعروض العمومية أيضاً حدد النسبة الموجبة لإيداع عرض الشراء الإجباري هي أن لا تقل عن ثلث حقوق التصويت في الشركة المستهدفة .
- (20) نصت المادة (35) من قانون الشركات المصري على أنه (..... ويجوز أن ينص النظام على تقرير بعض الامتيازات لبعض أنواع الأسهم وذلك في التصويت والأرباح أو ناتج التصفية، على أن تتساوى الأسهم من نفس النوع في الحقوق أو المميزات أو القيود .....). ويقصد بالأسهم الممتازة (هي الأسهم التي تتمتع بامتيازات غير معروفة للأسهم العادية وقد يكون هذا الامتياز هو منح أصحابها أصواتاً متعددة في الجمعية العامة للشركة، أو الأولوية والأسبقية في الحصول على الحقوق المالية وغير المالية كأرباح الشركة أو الفائض عند التصفية أو شراء الأسهم الجديدة التي تطرحها الشركة للإكتتاب عند زيادة رأس المال) ينظر د. لطيف جبر كومانى الشركات التجارية، مكتبة السنهوري، بغداد، 2012، ص196، ود. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2009، ص91. أما المشرع العراقي فلم ينظم هذا النوع من الأسهم في قانون الشركات.
- Article 234-2 (Lorsqu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert au sens de l'article L 233-10 du code de commerce, vient à détenir, directement ou indirectement, plus de 30 % des titres de capital ou des droits de vote d'une société, elle est tenue à son initiative d'en informer immédiatement l'AMF et de déposer un projet d'offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote, et libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme par l'AMF. »**
- (22) وكذلك الحال بالنسبة للمشرع الكويتي أيضاً حدد النسبة بـ(30%) من الأسهم المتمتعة بحق التصويت لشركة مساهمة مدرجة في البورصة، وذلك استناداً لنص المادة(74) من قانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية الكويتي، والمادة (271) من لائحته التنفيذية. لذا نجد أن تشريعات الدول تختلف في تحديد النسبة الموجبة لتقديم عرض الشراء الإجباري فعلى سبيل المثال نجد أن معظم الدول الأعضاء في الاتحاد الأوربي تحدها بأكثر من 30% أو 33%، وفي جمهورية التشيك ولبنانيا 40%، وفي بولندا هي 66%، ينظر في ذلك: **Ave-Geidi Jallai: Op. Cit., P.12.**
- (23) ينظر نص المادة (1) من قانون سوق رأس المال المصري، والمادة (13) من لائحته التنفيذية.
- (24) وهذا ما أكدته المادة (1/234) من اللائحة العامة لهيئة الأسواق المالية الفرنسية على أن (المقصود بالأوراق المالية في هذا الفصل (الفصل الرابع: الإيداع الإجباري) هي الأوراق التي تشكل جزء من رأس المال وتمنح حق التصويت، ...) وهذا يعني إن المشرع الفرنسي استبعد الأوراق المالية التي لا تعد جزء من رأس المال ولا تخول حق التصويت من نطاق تطبيق عروض الشراء الإجبارية.
- Rule 9-1 ((a) any person acquires, whether by a series of transactions over a period of time or not, an interest in shares which (taken together with shares in which persons acting in concert with him are interested) carry 30% or more of the voting rights of a company; .... such person shall extend offers...., to the holders of any class of equity share capital whether voting or non-voting and also to the holders of any other class of transferable securities carrying voting rights....)) .**
- (26) ينظر: د. هاني سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجباري، مصدر سابق، ص138.
- (27) وهذا ما أكدته الحكم القضائي الصادر من محكمة القضاء الإداري المصري، دائرة المنازعات الاقتصادية والاستثمار، الدائرة السابعة، في الجلسة المنعقدة علناً في يوم السبت الموافق 2010/4/10، في الدعوى رقم 12149 لسنة69 قضائية، بمناسبة النزاع الناشئ بين شركة أوراسكوم تليكوم وشركة فرانس تليكوم، حيث جاء المبدأ السادس من المبادئ التي أكدت المحكمة (إن من يستحوذ على أغلبية رأس المال أو حقوق التصويت على الشركة المستهدفة بالعرض بشكل غير مباشر من خلال شركة مرتبطة أو شركة قابضة يخضع لقواعد عرض الشراء الإجباري). سابق الإشارة إليه.
- (28) ينظر في ذلك: د. سامي عبد الباقي أبو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية وفقاً لقواعد عروض الشراء الجديدة الصادرة بالقرار الوزاري رقم 12 لسنة 2007، بحث منشور في مجلة القانون والاقتصاد، العدد (79)، 2008، ص37، كما أشارت إلى ذلك الملاحظة(8) على القاعدة (1/9) من قانون الاستحواذ الانكليزي.
- (29) ينظر: د. خالد عبد العزيز بغدادي، مصدر سابق، ص320.
- (30) ينظر بذات المعنى: د. هاني سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجباري، مصدر سابق، ص153، ود. سامي عبد الباقي، مصدر سابق، ص51.
- (31) ينظر بذات المعنى: د. علي طلال هادي، مصدر سابق، ص291.
- (32) تقابلها المادة (19) من القانون المغربي المتعلق بالعروض العمومي والتي نصت على أنه (يجوز لمجلس القيم المنقولة بطلب من المبادر ومن يعمل بالاتفاق معه أن يمنح الاستثناء من الإيداع لمشروع عرض عمومي إجباري للشراء... إذا كان تجاوز نسبة الثلث من حقوق التصويت لا يمس مراقبة الشركة المعنية، القائمة قبل التجاوز والمذكور ولا سيما في حالة - تخفيض رأس مال الشركة المعنية ....).
- (33) وتقابلها المادة (4/19) من القانون المغربي للعروض العمومية.
- (34) ينظر في ذلك: د. طارق عبد السلام السالوس، مصدر سابق، ص51.

- (35) ينظر في ذلك: د. علي طلال هادي، مصدر سابق، ص294.
- (36) ينظر في ذلك: د. سامي عبد الباقي أبو صالح، مصدر سابق، ص77. وهذا ما أكدته واقعة شركة هيرمس الفرنسية التي تملكها عائلة هيرمس، بتأسيسها شركة قابضة، وتولت نقل مجموعة من أسهمها في شركة هيرمس إلى الشركة القابضة بحيث أصبح نصيب الشركة الأخيرة 52% من رأس المال وحقوق التصويت في شركة هيرمس، الأمر الذي يوجب إلزام الشركة القابضة بتقديم عرض شراء إجباري لشراء الأسهم المتبقية في شركة هيرمس لتجاوزها نسبة 30% من رأس مال الشركة الأخيرة، ولكن أطراف الشركة القابضة طلبوا من هيئة AMF بتاريخ 2010/10/3 استثنائهم من تقديم عرض شراء إجباري، استناداً إلى إن مجموعة عائلية تسيطر على شركة هيرمس حتى مع وجود الشركة القابضة، وقد بادرت الهيئة إلى قبول الطلب الموجه إليها على أساس إن عملية تخصيص أسهم شركة هيرمس لصالح تكوين الشركة القابضة ليس من شأنه أن يفقد شركاء المجموعة العائلية سيطرتهم في شركة هيرمس، وإن هذا التخصيص اعتبرته الهيئة بإعادة هيكلة الشركات المرتبطة فيما بين مجموعة شركة هيرمس العائلية والشركة القابضة، AMF,7jany. 2011,n2C0024,Hermes International, Bull. joly Bourse,Mai 2011,p.326-327. أشار إليه د.علي طلال هادي، مصدر سابق، ص295 .
- (37) أشارت المادة (3/ و) من القسم (2) من مشروع قانون الأوراق المالية العراقي إلى المقصود بضامن تغطية اكتتاب بأفضل الجهود هو (الشخص الذي يعمل كوكيل لمصدر أو كتابع للمصدر ويقوم ببيع أو بالترويج لبيع أوراق المصدر المالية للجمهور. ويوافق ضامن تغطية الاكتتاب بأفضل الجهود على أن يبذل أفضل الجهود لمساعدة المصدر أو شخص تابع في العرض العام لأوراق المصدر المالية دون أي التزام بشراء الأوراق من المصدر أو من شخص تابع).
- (38) إن تغطية الاكتتاب في الأوراق المالية هو أحد الأنشطة التي تمارسها الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، هذا ما أشارت إليه المادة (27/أ) من قانون سوق رأس المال المصري، والمادة (120/أ) من اللائحة التنفيذية لهذا القانون.
- (39) وينظر مقدمة قانون الاستحواذ الانكليزي، ص A2، الفقرة (C) بعنوان الاستثناءات والإعفاءات. وكذلك مطلع المادة (19) من القانون المغربي المتعلق بالعروض العمومية.
- (40) وأن المادة (12) من لائحة الاندماج والاستحواذ السعودية نصت على عرض الشراء الإجباري. أما المشرع الكويتي نجده قد نص على ذلك الجزاء في المادة (123) من قانون أسواق المال على أنه (يعاقب بغرامة لا تقل عن خمسة آلاف دينار ولا تجاوز مائة ألف دينار أو 20% من قيمة الأسهم المخالفة وقت وقوع المخالفة أيهما أعلى، كل من خالف أي نص وارد في الفصل السابع من هذا القانون في شأن الاستحواذ وحماية حقوق الأقلية).
- (41) أما المشرع المغربي فقد نص على عقوبة مدنية وأخرى جنائية فالعقوبة المدنية نصت عليها الفقرة الأخيرة من المادة (18) من قانون العروض العمومية وهي (... في حالة عدم القيام بذلك، يفقد الشخص المذكور، وإن اقتضى الحال، الأشخاص المتصرفون باتفاق معه بقوة القانون جميع حقوق التصويت والحقوق المالية وغيرها من الحقوق المرتبطة بصفتهم مساهمين. ولا تسترد الحقوق المذكورة إلا بعد إيداع مشروع عرض عمومي للشراء...)، أما العقوبة الجنائية فقد نصت عليها الفقرة (1) من المادة (62) من القانون ذاته بالنص على أنه (يعاقب بالحبس من ستة (6) أشهر إلى سنة وبغرامة من مليون (1000,000) إلى مليوني درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط كل شخص: - لم يودع لدى مجلس القيم المنقولة عرضاً عمومياً خرقاً لأحكام المادة (18)...).
- (42) ينظر في ذلك نص المادة (3/234) من لائحة هيئة الأسواق المالية الفرنسية.
- (43) ينظر في ذلك: د. سامي عبد الباقي أبو صالح، مصدر سابق، ص66.

## المصادر

## أولاً: الكتب القانونية

- (1) د. خالد عبد العزيز بغدادي، تداول الأسهم والقيود الواردة عليه في النظام السعودي، ط1، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، 2012.
- (2) د. طارق عبد السلام السالوس، العروض العامة لشراء الأسهم بقصد الاستحواذ، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010.
- (3) د. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2009.
- (4) د. عبد الفضيل محمد أحمد، حماية الأقلية من القرارات التعسفية الصادرة عن الجمعية العامة للمساهمين، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، 1987.
- (5) د. عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية، ط2، دار الثقافة، عمان، 2010.
- (6) د. علي فوزي الموسوي، حماية الأقلية من القرارات التعسفية في قانون الشركات العراقي، بحث منشور في مجلة العلوم القانونية، جامعة بغداد، العدد1، المجلد26، 2010.

- (7) د. علي طلال هادي، الاعتبار الشخصي وأثره بالنسبة لتأسيس وتداول الأسهم والحصص في شركات الأموال، دار النهضة العربية، القاهرة، 2012.
- (8) د. لطيف جبر كوماني الشركات التجارية، مكتبة السنهوري، بغداد، 2012.
- (9) د. هاني سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة بالبورصة، ط2، دار النهضة العربية، القاهرة، 2013 .
- (10) د. هاني صلاح سري الدين، الشركات التجارية الخاصة في القانون المصري، ط2، دار النهضة العربية، القاهرة، 2002.
- (11) د. وجدي سلمان حاطوم، دور المصلحة الجماعية في حماية الشركات التجارية، ط1 منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2007.

### ثانياً: البحوث والأطاريح

- (1) د. سامي عبد الباقي أبو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية وفقاً لقواعد عروض الشراء الجديدة الصادرة بالقرار الوزاري رقم 12 لسنة 2007، بحث منشور في مجلة القانون والاقتصاد، العدد (79)، 2008.
- (2) د. عبد الفضيل محمد أحمد، العروض العامة للشراء في البورصة، بحث منشور في مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، تصدر من كلية الحقوق، جامعة المنصورة، العدد الثالث والأربعون، ابريل، 2008.
- (3) محمد حسين شمروخ المطيري، حماية أقلية المساهمين في حال الاستحواذ على أسهم الشركات، رسالة ماجستير، مقدمة إلى كلية الدراسات الفقهية القانونية- قسم القانون، جامعة آل البيت، الأردن، 2010.
- (4) محمد محمود حمدي عبد اللطيف، المشكلات القانونية المرتبطة بتداول الأوراق المالية المقيدة في سوق الأوراق المالية، اطروحة دكتوراه، مقدمة إلى كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2014.

### ثالثاً: القوانين واللوائح

- (1) قانون الشركات المصري رقم 159 لسنة 1981 والمعدل بالقانون رقم 3 لسنة 1998
- (2) قانون الاستحواذ الانكليزي الصادر في 19/ ابريل/ 1985 والمعدل في 20/ 5/ 2013.
- (3) قانون الشركات العراقي رقم 21 لسنة 1997 والمعدل بموجب قرار سلطة الائتلاف رقم 64 لسنة 2004.
- (4) نظام السوق المالية السعودي رقم (م/30) لعام 2003
- (5) الظهير الشريف المغربي رقم (3. 26) الصادر في 21/ 4/ 2004 والمتعلق بالعروض العمومية في سوق البورصة.
- (6) التوجيه الأوربي لعروض الشراء رقم 25 لسنة 2004، والصادر في 12/ أبريل/ 2004.
- (7) مشروع قانون الأوراق المالية العراقي لسنة 2008 .
- (8) القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، المعدل بالقانون رقم 108 لسنة 2014.
- (9) نظام الشركات السعودي لعام 2015.
- (10) اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 المعدلة بموجب قرار وزير الاستثمار رقم 12 لسنة 2007.
- (11) لائحة الاندماج والاستحواذ السعودية الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار رقم 1-5- 2007 والموافق 2007/10/3، والمعدلة سنة 2012.
- (12) اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 الكويتي بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية.
- (13) اللائحة التنفيذية لهيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) الصادرة في 12/ نوفمبر/ 2004، والمعدلة في 22/ سبتمبر/ 2014.

## رابعاً: المصادر الأجنبية

- 1- Sija Maul, Athanasios Koulouridas: The Takeover bids Directive, German Law Journal, Vol.5, no.4, 2004.
- 2- Halid Cetinkaya Yilmaz And Candemir Baltali: Tender Offers, Squeeze-Out Option, The Turkish Commercial Law Review, Volume 1, Issue1, February, 2015.
- 3- Dr. Harald Baum: Takeover law in the Eu and Germany: Comparative Analysis of a Regulatory Model, The article has been published in the university of Tokyo, Journal of law politics, Vol.3. Spring 2006.
- 4- Rikke Schiott Petersen & Chantal Patel: Public Takeovers in Denmark, Gorrissen Federspiel, Copenhagen, 2015.
- 5- Adil Sahban: Les principes directeurs des offers a la lumiere de la directive du 21 avril 2004 et de la lio du 31 mars 2006, Master 2De Droit Des Affaires, Universite Pantheon-Assas, Paris, 2007.
- 6- Guido Ferrarini & Geoffrey P. Miller: A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe, Cornell International Law Journal, Volume 42, Issue (No.) 3, 2009, P. 312 .
- 7- Ave Geidi Jallai: The European Takeover Bids Directive and its applicability in the business groups with pyramid ownership structure, Master thesis, Law Faculty, Tilburg University, 2012.
- 8- Alain Pietrancosta: LA Protection Des Investisseurs Dans Un Contexte D OPA, Colloque Unidroit, Rome 6 Septembre 2010, P.14, (www. Docplayer.fr.)